

大输液结构升级，非输液发展加速

——科伦药业（002422）深度研究报告

市场数据	2012年8月31日
当前价格(元)	42.5
上市至今价格区间(元)	35.33~64.15
总市值(百万)	20,400
流通市值(百万)	9,476
总股本(万股)	48,000.00
流通股(万股)	22,296.44
近一个月换手率	7.63%
第一大股东	刘革新
公司网址	http://www.kelun.com/

预测指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	4026	5148	6447	8075	10213
收入同比	24%	28%	25%	26%	27%
净利润(百万元)	661	966	1112	1495	1891
净利润同比	55%	46%	16%	34%	26%
毛利率	41%	43%	41%	44%	42%
ROE	9.5%	12.3%	13.2%	14.5%	15.2%
每股收益(元)	2.76	2.01	2.31	3.32	3.94
P/E	19	21	18	13	11
P/B	1.4	2.6	2.2	2.0	1.6

资料来源：华龙证券

投资要点：

- **毛利率有望企稳回升。**随着各生产基地新版GMP认证顺利进行，大输液高毛利产品的产能将逐步释放，加之塑瓶的价格止跌概率较大，未来大输液产品的毛利率有望企稳回升，从而使公司整体毛利率得到提升。
- **大输液产品结构升级。**一是公司不断研发新的治疗性品种，逐步改变目前以普通输液为主的低端格局，向高毛利的治疗性输液转移；二是公司液液三室袋、固液双室袋等产品的注册申请正在进行，一旦拿到生产批文，将为公司提供新的利润增长点。
- **非大输液产业加速发展良好。**公司硫氰酸红霉素有望于今年年底正式投产，明年将为公司贡献业绩，未来全产业链整合值得期待。通过青山利康进入腹膜透析领域，未来市场空间巨大，完成从PVC向非PVC技术改造后，有望获得高速增长。
- **盈利预测与评级：**公司2012-2014的EPS分别约为2.31元、3.32元、3.94元，对应PE约为18X、13X、11X，估值合理。随着大输液高毛利产品产能释放，盈利能力将重回升势。此外，公司的非输液产品有望在13年实现高速增长，给予“谨慎推荐”评级。

华龙证券机构服务部

研究员：石学刚

研究员：许红

执业证书编号：S0230110040002

0931-8784067

Sxg5661@163.com

目 录

一、公司概况.....	3
1. 股权结构.....	3
2. 业务概况.....	3
二、大输液行业发展分析.....	4
1. 行业影响因素分析.....	4
2. 产品结构升级是未来发展趋势.....	5
3. 行业集中度仍有提升空间.....	5
三、公司分析.....	6
1. 经营分析.....	6
2. 财务分析.....	9
3. 投资看点.....	10
四、盈利预测与投资建议.....	11
1. 主要假设.....	11
2. 盈利预测.....	11
3. 估值分析.....	11
4. 投资建议.....	12
五、风险提示.....	12
1. 抗生素行业竞争加剧的风险.....	12
2. GMP 认证风险.....	13
3. 政策风险.....	13

图表目录

图 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系.....	3
图 2: 公司营业收入及其增长率.....	9
图 3: 公司净利润及其增长率.....	9
图 4: 公司毛利率、净利率变化趋势.....	10
图 5: 公司期间费用占营业收入比例变化趋势.....	10
表 1: 公司 2011 年大输液按临床用途分各产品销售情况.....	6
表 2: 按包材分各产品历年毛利率情况.....	7
表 3: 按包材分各产品历年产量占比情况.....	7
表 4: 固液双室袋输液与传统大输液对比.....	8
表 5: 公司未来 3 年盈利预测.....	11
表 6: 可参比上市公司相对估值比较.....	12

一、公司概况

1. 股权结构

公司前身为四川科伦大药厂有限责任公司，成立于2002年，2003年7月整体变更为股份公司，于2010年6月3日在深交所上市。发行后总股本为24,000万股，2011年4月公司向全体股东每10股转增10股，总股本增至48,000万股。截止2012年7月30日，公司控股股东、实际控制人为刘革新先生，持股公司总股本的25.81%。无其他持股在10%或以上的法人股东。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



数据来源：公司公告、华龙证券

2. 业务概况

公司是大输液行业的龙头企业，目前公司玻璃瓶和塑瓶包装输液产品的市场占有率居全国首位，非PVC软袋包装输液产品的市场占有率也位居全国前三。

截止2011年12月31日，公司生产和销售518个品种共871种规格的医药产品，其中生产和销售109个品种共245种规格的大容量注射剂产品，359个品种共559种规格的非大容量注射剂产品，44个品种共46种规格的原料药，以及6个品种共21种规格的医药包材。

公司共有117种药品进入《国家基本药物目录》，被列入OTC品种目录的药品85种，列入医保目录的药品291中，国家中药保护品种3种。

公司目前主营业务以大输液为主，其收入占主营收入的90%左右，利润占比更是达到了94%以上，输液产品生产基地分布于四川、湖南、黑龙江和云南等15个省区。此外，公司非大输液产品的研发、生产和销售也在积极拓展中，并取得了良好的增长。

二、大输液行业发展分析

1.行业影响因素分析

大输液通常是指容量大于等于50ml并直接由静脉滴注输入体内的液体灭菌制剂，按其临床用途，大致可以分为5类：体液平衡用输液、营养用输液、血容量扩张用输液、治疗用药物输液和透析造影类。

按照波特五力模型分析，对行业产生影响的因素主要有行业壁垒、上游的供给价格波动、下游的销售渠道和价格变化、产品的可替代性和行业内部竞争者的竞争能力。

（1）大输液行业的壁垒较高。新版GMP实施后，大输液行业原本较高的准入制度和准入条件变得更加严格。大输液生产线的建设对资金需求量较大，加之其他如场地、厂房、人员等费用，要想进入大输液行业，前期需要投入大量的固定资产和流动资金。大输液主要客户终端是医院，以质量稳定和品规齐全为基础的营销渠道建设也是行业的进入壁垒之一。此外，随着包装材料的不断革新，以包装技术为主的一系列技术也正在成为行业的进入壁垒之一。

（2）大输液的上游供给主要是原料药和包装材料的供给，其中包装材料占大输液生产成本的50%以上。包装材料的原材料主要为化工制品，可能会受到国际石油价格的波动影响，而目前国内的非PVC膜材主要依靠进口，成本较高。未来如果能够实现进口替代，将有效降低行业的生产成本。原料药的直接原料除淀粉外还有其他化工原料，受化工行业价格波动影响较大。

（3）大输液下游招标之前以“安徽模式”为主，导致招标价格一路走低，行业竞争恶化。从去年下半年开始，各地招标政策开始逐渐纠偏，未来大输液下游销售价格有望随之触底回暖。

（4）大输液由于其在急症、重症和抢救等方面具有不可替代的治疗优势，因此，其可替代性主要体现在行业内部，如药品疗效的改进和产品包材的革新。

（5）目前大输液行业内部竞争者众多，且同质化竞争较为严重，大部分大输液企业品种较为单一，具有30种以上品种生产能力的只有科伦药业、双鹤药业、华鲁制药等几家企业。在激烈的竞争中，企业只有通过规模化发展和产品结构升

级才能获胜。

2.产品结构升级是未来发展趋势

大输液产品结构升级主要表现在两个方面：产品种类升级；包装材料升级。

我国于2012年8月1日开始正式实施的“限抗令”，将对大输液的治疗型输液领域产生深远的影响，但由于“限抗令”从2011年起已经开始在各地陆续试行，目前该项政策对行业的正面冲击正在逐渐淡化。未来我国大输液产品种类升级的方向主要为：中药注射液、抗肿瘤注射液、多器官移植用器官保存液、手术冲洗液、透析类溶液等治疗型输液及多品种的营养型输液等。

包装材料升级主要为玻瓶向软塑化升级。目前在我国输液市场上存在的包材主要有玻瓶、塑瓶、非PVC软袋和直立式软袋等四种类型，其中软塑化包装将是输液包装发展的趋势。玻瓶有生产工艺繁琐、易破损、运输不便、药物易二次污染或与其产生理化作用等缺点，近年来在大输液包材中的比重正在逐渐降低。从国外成熟市场来看，美国玻瓶占比不足10%，欧洲约20%左右。我国2009年大输液包材销量结构中，玻瓶为35亿瓶，塑料瓶为28.45亿瓶，软袋为16.6亿袋，玻瓶占比约为44%，这一比例在10年和11年进一步下降，但与国外成熟市场相比，我国的软塑包装占比较低，仍然具有很大的发展空间。

3.行业集中度仍有提升空间

我国大输液行业集中度近年来不断提升，前十强企业生产集中度从2006年23.37%提高到如今的50%以上，但与国外成熟市场相比，这一比例仍然偏低。美国仅有三家具有一定规模的大输液企业，且由百特一家独大；德国则由费森尤斯和贝朗集团两家垄断；日本大冢制药一家独占50%以上市场份额。如果借鉴成熟市场的发展趋势，我国大输液行业集中度仍将进一步提升。

从政策来看，国家监管力度和生产标准的进一步加强、“限抗令”的实施和招标政策的变化也将促进行业集中度的提升。新版GMP认证的推行将增加大输液企业的资金投入和生产成本，资金流不足、生产技术和工艺处于劣势的企业会承受较大压力。“限抗令”的施行将使得产品线单一且集中于西药抗菌药物的生产企业难以生存。招标政策渐渐回暖虽然会使一些中小企业重获生机，但同时也

更注重产品质量和后续服务，优质企业将逐渐占据优势。

三、公司分析

1. 经营分析

（1）大输液领域

公司是大输液行业龙头企业，市场占有率全国第一，达到 33% 左右。公司生产和销售 108 个品种共 245 种规格的大容量注射剂。截止 2011 年，大容量注射剂实现销售收入 46.3 亿元，占收入比例为 89.92%。

按其临床用途来分，普通输液 2011 年销量为 261,256 万瓶/袋，营养性输液为 3,383 万瓶/袋，治疗性输液为 62,578 万瓶/袋。其中治疗性输液的毛利率最高，且 2011 年毛利率同比增长 4.79%，显示公司对此类产品成本控制良好，未来将是公司大输液领域发展的重点。

表 1: 公司 2011 年大输液按临床用途分各产品销售情况

分产品	销量（万瓶/袋）	销量同比增长	销量占比	毛利率
普通输液	261,256	27.19%	76.85%	44.42%
营养性输液	3,383	18.83%	0.75%	41.04%
治疗性输液	62,578	11.14%	22.40%	48.73%
合计	327,217	23.69%	100%	

数据来源：公司公告、华龙证券

产品结构升级。按产品包材种类划分，公司大输液产品可以划分为玻璃瓶、塑瓶、软袋和直立式软袋。其中，直立式软袋是公司独家品种，属公司首创。该产品除具有无需导入外界空气，避免二次污染等与软袋相同的优点，还具有可直立摆放，方便操作；环保性好等特点。目前尚无类似竞争品种。该产品生产成本低于软袋，接近塑瓶，但可以享受单独定价，零售价格低于软袋、高于塑瓶，因此毛利率明显高于塑瓶。直立式软袋是公司大输液领域未来的发展重点，近几年占公司总产量的比重逐年加大，11年产量达到9亿袋，今年有望达到12~15亿袋。未来产能有望继续扩大，从而提升公司大输液产品的整体毛利率。

表 2: 按包材分各产品历年毛利率情况

分产品	2008	2009	2010
大输液产品	36.87%	39.03%	42.07%
其中：玻璃瓶	26.71%	28.97%	30.43%
塑瓶	47.96%	42.78%	42.77%
软袋	37.92%	38.05%	42.15%
直立式软袋	58.67%	56.24%	56.53%

数据来源：公司公告、华龙证券

表3: 按包材分各产品历年产量占比情况

分产品	2008	2009	2010
玻璃瓶	61.19%	50.89%	40.71%
塑瓶	24.10%	32.49%	34.32%
软袋	3.05%	2.85%	2.81%
直立式软袋	11.66%	13.77%	22.16%

数据来源：公司公告、华龙证券

后续大输液品种开发。此外,公司还积极进行后续新品种的开发,如三室袋、固液双室袋等。三室袋主要以营养型输液为主,在发达国家已经被广泛应用,市场前景广阔。固液双室袋在20世纪90年代由日本首先推出,将药物和注射用溶剂分装在同一软袋的不用区域。配液时仅需挤断中间隔条就可使药物和溶剂混合。双室袋的优点在于免除繁琐配液过程,避免细菌等微生物污染。该产品目前已在发达国家广泛应用,国内市场容量保守估计在5亿袋以上。由于其生产具有较高的技术壁垒,目前只有少数国家能够生产,国内除了科伦药业还有山东一家企业有望具有生产能力,但其进度远慢于科伦药业。一旦公司拿到生产批文,将率先进入市场,进一步改善公司产品结构,提高大输液产品盈利能力,对公司大输液领域的发展具有战略意义。

表4: 固液双室袋输液与传统大输液对比

	固液双室袋	传统大输液
配药环境要求	无需专用配药室，即配即用	需专用配药室，对环境要求高
二次污染情况	配药时不会二次污染	使用针头多次刺穿，产生微粒机会多，需与空气接触，存在二次污染可能
配药安全性	安全性高	存在误配药可能
医护人员安全性	减少配药接触环节，降低药物对医护人员潜在危害	解除药物环节多，存在药物对医护人员潜在危害

数据来源：华龙证券

全国布局大输液产能。大输液产品单位价格较低，因此销售过程中存在运输半径，营收状况与公司产能分布有关。公司自2003年起到现在，先后并购了十余家企业，截至目前，公司已经在15各省份建立了14家大型输液生产基地，销售片区覆盖我国除台湾、香港以外的所有省市自治区，基本形成了全国性的产业布局。

（2）非大输液领域

公司非大输液领域11年实现营收5.01亿，占收入比例为9.73%。非大输液领域目前主要依靠子公司珍珠制药和中南科伦，分别以中成药和西药抗生素普药品种为主，具有共357个品种、485种规格的非大输液产品生产能力，有86个品种进入了《国家基本药物目录》。此外，公司正在积极推进抗生素中间体项目。

非大输液产品全产业链建设。公司在新疆伊犁建设抗生素中间体项目，主要包括硫氰酸红霉素4800吨、GCLE3000吨、7-ADCA3000吨、7-ACA3000吨，目前首批硫氰酸红霉素已于今年6月中试生产合格，其既是大环内酯类原料药母核，又是一种重要兽用抗生素，市场需求量较大。我国目前硫氰酸红霉素扩产较多，未来2~3年内将有万吨新产能投产，将会使市场竞争加剧，产品价格产生波动。另外，国内“限抗令”的实施也将对抗生素产业链产生影响。但是，公司在伊犁建设抗生素项目，与其他产能相比，具有资源充足，水、电、煤、粮食等成本较低的优势。未来抗生素原料药中间体与公司旗下原料药和制剂生产对接，公司将作为国内少有的具有全产业链的抗生素生产企业，竞争优势将进一步加强。

进军腹膜透析领域。公司通过收购青山利康进军腹膜透析领域。青山利康是目前国内最大的腹膜透析生产企业，但目前主要以PVC膜为主，未来完成向非PVC膜的升级大约需要1年以上的时间。在腹膜透析替代血透治疗的背景下，在

近期国家鼓励大病医保的政策推动下，该领域市场空间巨大，保守估计市场规模将达到30亿元左右，公司产品进入该市场后有望实现高速增长。

2. 财务分析

（1）主营收入持续增长

公司2011年主营收入稳定增长，根据2012年上半年公司的经营情况来看，全年主营收入增长速度将有所放缓，但仍有望保持在20%以上。增速放缓的原因主要有两方面：一是去年下半年各地推动基药招标，大输液价格下降影响了公司毛利率；二是公司各生产基地进行GMP改造，各类大输液产品，尤其是高毛利品种产能受限，增速有所放缓，从而影响了大输液整体盈利情况。因此，公司全年净利润增速也将有所下滑，但增长趋势不改。

图2：公司营业收入及其增长率

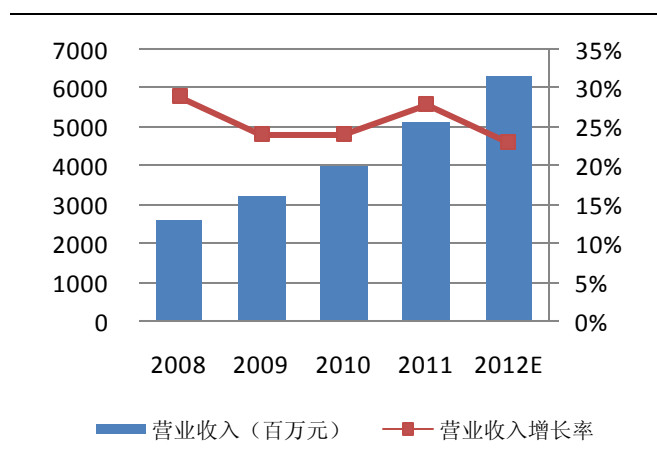
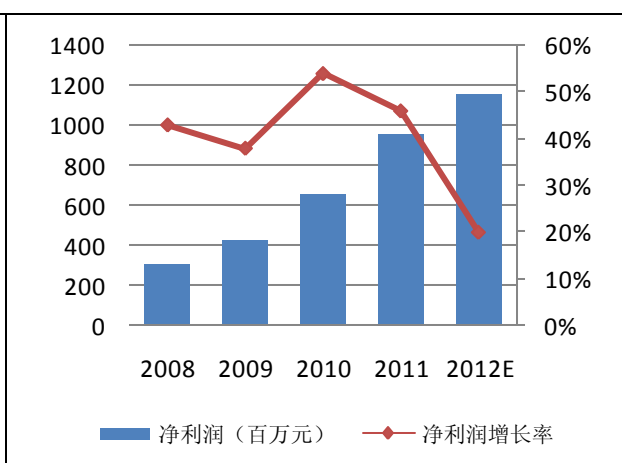


图3：公司净利润及其增长率



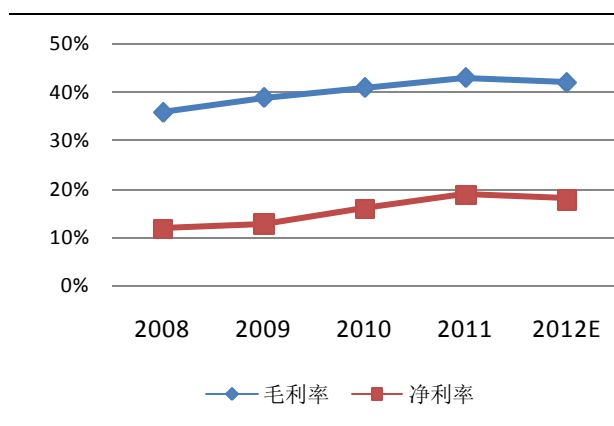
数据来源：公司公告、华龙证券

数据来源：公司公告、华龙证券

（2）毛利率与期间费用总体保持稳定

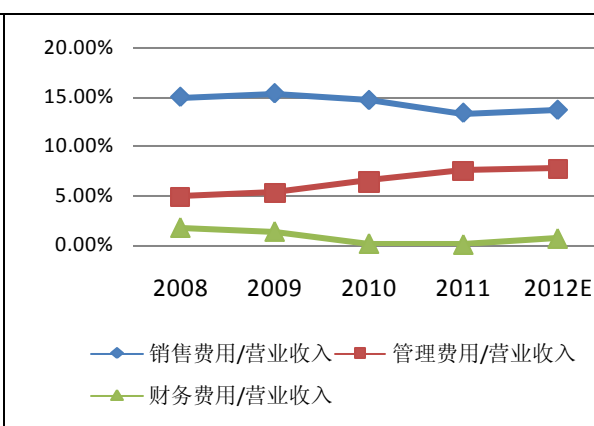
公司的毛利率一直保持在较高水平，2012年上半年大输液产品毛利率水平受到11年基药招标降价和高毛利产品产能受限、增长放缓的影响，同比下滑了4.3%。但是，随着基药招标政策最坏时期已经过去，生产基地新版GMP改造顺利进行，大输液产品的整体毛利率将企稳回升，预计12年仍将保持在40%左右。

图4：公司毛利率、净利率变化趋势



数据来源：公司公告、华龙证券

图5：公司期间费用占营业收入比例变化趋势



数据来源：公司公告、华龙证券

公司期间费用率近两年来较为稳定，12年随着研发投入加大，管理费用率将略有上升，此外，由于公司今年6月完成发行了7亿元短期融资券和16亿元中期票据，未来财务费用将有所增加。总体而言，公司2012年期间费用可能有所增加，期间费用率与往年相比将保持相对稳定的水平。

3.投资看点

（1）毛利率有望企稳回升

湖南科伦、湖北科伦、辽宁民康、河南科伦、昆明南疆、浙江国境等6家企业共8条大输液生产线完成了新版GMP改造，并通过了新版GMP认证现场检查。随着各生产基地新版GMP认证顺利进行，大输液尤其是其中直立袋的产能将逐步释放，加之塑瓶的价格止跌概率较大，未来大输液产品的毛利率有望企稳回升，从而使公司整体毛利率得到提升。

（2）大输液产品结构升级

一是公司不断研发新的治疗性品种，逐步改变目前以普通输液为主的低端格局，向高毛利的治疗性输液转移；二是公司产品包材的升级正在顺利进行，直立袋的比重将随产能释放进一步加大，同时液液三室袋、固液双室袋的注册申请正在进行，一旦拿到生产批文，将为公司提供新的利润增长点。

（3）非大输液产业加速发展发展良好

公司硫氰酸红霉素有望于今年年底正式投产，明年将为公司贡献业绩。目前

公司此项业务成本优势较为明显，未来全产业链整合值得期待。通过青山利康进入腹膜透析领域，未来市场空间巨大，完成从PVC向非PVC技术改造后，有望获得高速增长。

四、盈利预测与投资建议

1. 主要假设

（1）公司12年大输液销量增长18%以上，产品结构优化能够对冲部分11年基药招标降价影响，总体均价基本持平。

（2）非大输液板块依托大输液营销网络，12年实现60%以上收入增长。

2. 盈利预测

表5: 公司未来3年盈利预测（单位：百万元）

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5148	6447	8075	10213
营业成本	2945	3803	4562	5883
减：营业费用	692	815	1031	1350
管理费用	392	493	610	770
财务费用	3	49	67	75
营业利润	1060	1253	1805	2135
加：营业外收入	66	65	85	106
减：营业外支出	8	10	13	16
利润总额	1118	1308	1877	2225
减：所得税	157	196	282	334
净利润	961	1112	1595	1891
每股收益（元）	2.01	2.31	3.32	3.94

数据来源：华龙证券

3. 估值分析

公司目前主营业务为大输液产品，同时积极发展非输液如西药普药、抗生素等业务。目前沪深两市主营业务与其相似的主要上市公司有华润双鹤和华仁药业，公司2011年市盈率为21，估值水平略低于上述两家公司。

公司各生产基地陆续进行新版GMP改造，大输液产能受限，12年全年或将面临产能问题，业绩增长速度将受到影响。随着GMP改造陆续完成，大输液产品结构不断升级，公司在大输液领域的盈利水平有望得到提升。此外，公司在非大输液领域发展迅速，新疆的抗生素中间体项目有望在明年贡献业绩，目前来看，公司在这一领域将有较为明显的成本优势，未来形成全产业链的对接后，有望成为公司新的盈利一极。我们认为公司未来的成长性较强，因此，有理由享受与同行业公司相当甚至略高于同行业的估值水平。

根据我们的盈利预测，公司12、13、14的EPS分别约为2.31、3.32、3.94元，对应PE约为18X、13X、11X，估值合理。

表6: 可参比上市公司相对估值比较

代码	名称	总股本(股)	价格(元)	每股收益			PE		
				11A	12E	13E	11A	12E	13E
300110	华仁药业	218,363,500	13.89	0.41	0.49	0.69	35	29	21
600062	华润双鹤	571,695,948	20.79	0.93	1.06	1.26	22	20	17

数据来源: Wind、华龙证券

4.投资建议

公司目前占营收90%以上的大输液业务12年全年或将受到产能限制，业绩增速放缓，随着大输液产品价格止跌，产品结构调整，毛利率有望止跌。另一方面，公司非大输液业务发展迅速，新疆项目明年有望开始贡献业绩。预计到13年公司盈利增长将回升到30%左右，我们给予公司中期“谨慎推荐”的评级。

五、风险提示

1. 抗生素行业竞争加剧的风险

未来国内硫氰酸红霉素产能扩张较为严重，2~3年内或有万吨新增产能投产，市场竞争加剧或引发产品价格波动，加之外围市场的不确定性，公司的抗生素中

中间体项目将面临一定风险。

2.GMP 认证风险

公司目前各生产基地新版GMP认证进展顺利，但如果后续过程出现问题，公司目前面临的产能受限问题将无法及时解决，从而影响公司盈利能力。

3.政策风险

政策目前尚不明朗，未来出现反复可能导致产品价格继续下跌，从而影响公司经营业绩。

利润表预测：

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	5148	6447	8075	10213	
营业成本	2945	3803	4562	5883	
营业税金及附加	44	50	64	83	
营业费用	692	815	1031	1350	
管理费用	392	493	610	770	
财务费用	3	49	67	75	
资产减值损失	4	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	1060	1253	1705	2135	
营业外收入	66	65	85	106	
营业外支出	8	10	13	16	
利润总额	1118	1308	1777	2225	
所得税	157	196	282	334	
净利润	961	1112	1495	1891	
少数股东损益	-5	0	0	0	
归属母公司净利润	966	1112	1595	1891	
EBITDA	1263	1543	2082	2453	
EPS（元）	2.01	2.31	3.32	3.94	

资产负债表预测：

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	
流动资产	5663	4912	6396	8362	
现金	2091	1000	1300	1900	
应收账款	2398	2785	3587	4632	
存货	1090	1125	1515	1802	
非流动资产	4803	6273	7008	7189	
流动负债	2171	1934	2573	2931	
非流动负债	364	233	233	233	
负债合计	2534	2167	2806	3164	
归属母公司股东权益	7837	9212	10310	12441	
负债和股东权益	10465	11379	13116	15605	

现金流量表预测：

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	

经营活动现金流	343	1047	986	1183
投资活动现金流	-2611	-1782	-1003	-421
筹资活动现金流	170	-355	296	-189
现金净增加额	-2097	-1090	279	573

华龙证券公司投资评级说明：

推 荐：预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上；

谨慎推荐：预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上；

中 性：预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-5%；

回 避：预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

本报告是华龙证券的研究员通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表华龙证券的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.